

Japan Weeks 「MUFG サステナブル投資シンポジウム」

講演要旨（2024年10月4日（金）登壇）

「アジアのサステナブル投資を支える日本の国際金融センターの役割」



2024年10月4日
一般社団法人東京国際金融機構(FinCity.Tokyo)
会長 中曾 宏

Copyright©2024 FinCity.Tokyo all reserved

1. FCT が目指す国際金融センターとしての役割

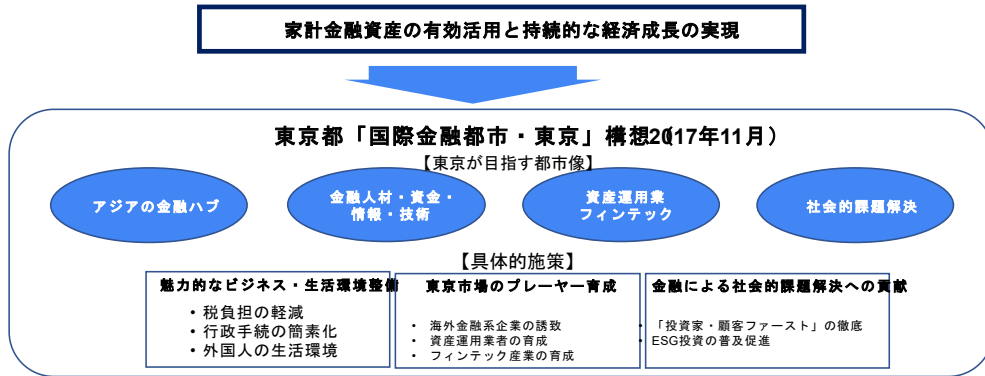
本日は、お招きいただき感謝。シンポジウムの最後にお時間を頂戴し、私からは、東京の国際金融センター構想を推進する立場から、本日のテーマであるサステナブル投資とインベストメントチェーンの活性化にどう貢献するかお話ししたい。

まず、自己紹介を兼ねて図表1以下で、私たち東京国際金融機構(FinCity.Tokyo=FCT)のこれまでの歩みを簡単に振り返る。東京国際金融機構は、東京都が2017年11月に取り纏めて公表した「国際金融都市・東京」構想に基づき、2019年4月に国内初の官民連携の金融プロモーション組織として発足した組織。

「国際金融都市・東京」構想 (2017年11月)

図表1

東京都が2017年11月にとりまとめた「国際金融都市・東京」構想では、構想実現が少子高齢化等の社会的課題解決に結びつくこと、また、資産運用業とフィンテック産業育成の重要性が明記された。



出展：東京都「国際金融都市・東京」構想FinCity.Tokyo作成

Copyright©2024 FinCity.Tokyo all reserved

<図表 1 >

本構想に賛同頂いている会員は、図表 2 で示す大手金融機関、東京都、JPX グループ、不動産、業界団体、ベンチャー企業や大学等、設立当初は約 30 先だったものが、現在は 57 先に拡大している（2024 年 10 月現在）。

FinCity.Tokyo 会員一覧 (2024年10月4日現在、合計7の法人・団体が入会)

図表2



会員企業一覧：<https://fincity.tokyo/aboutus/>

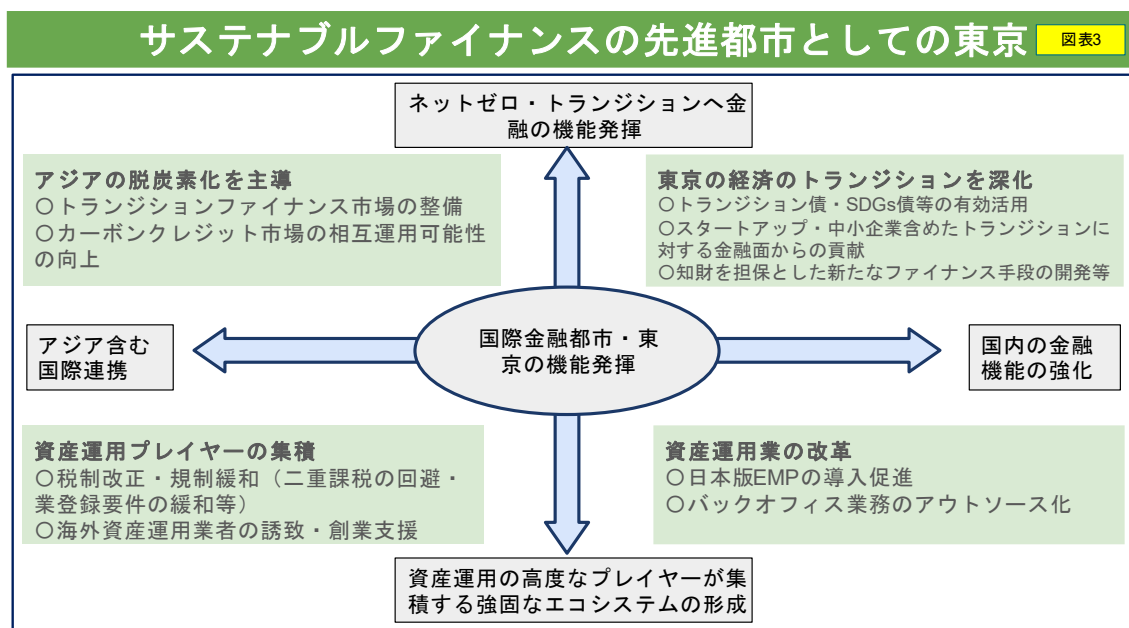
Copyright©2024 FinCity.Tokyo all reserved

3

<図表 2 >

私どもが今日、国際金融都市としての東京を推進するのは、かつて「無敵艦隊」にも喩えられ

た日本の金融機関の巨大基地の再現を求めているのではない。今東京が目指すのは、図表3の概念図で表すような「サステナブルファイナンスの先進都市」である。すなわち、インベストメントチェーンの活性化を通じて、日本を含めたアジア地域の持続的な経済成長に貢献する「サステナブル投資」をファイナンスする機能の発揮だ。その意味で、我々が目指すものは本日のシンポジウムのテーマそのものであり、パネルディスカッションから私たちも多くを学ぶことができたことを感謝したい。



< 図表 3 >

2. 金利のある世界への復帰（金融政策の正常化）

今日、日本経済は長い試練を経て大きな転換点を迎えている。サステナブル投資とインベストメントチェーンの活性化は、今後「金利のある世界への復帰」の過程で並行的に進められることになる。そこでまず、金融市場にも大きな影響を与える金融政策の正常化がどのように進められていくのかを展望し、今後の課題は何かを考えたい。

2.1 金利調節

今後の正常化政策は、①政策金利の引上げと②バランスシートの縮小という2つの柱から成る。このうち政策金利については、7月に0.25%に引上げられた。この先については経済物価情勢がカギを握る。図表4は現時点での主要機関の景気・物価見通しを示す。

経済・物価見通し 図表4

◆実質GDP成長率				◆CPI(除く生鮮食品)			
(前年比%)	DIR	ESP	日銀	(前年比%)	DIR	ESP	日銀
2024年度	0.8	0.6	0.6	2024年度	2.5	2.4	2.5 (1.9)
2025年度	1.3	1.1	1.0	2025年度	2.1	1.9	2.1 (1.9)
2026年度	-	0.9	1.0	2026年度	-	1.7	1.9 (2.1)

(注) 日銀の見通しは、政策委員見通しの中央値。日銀の括弧内は、CPI(除く生鮮食品・エネルギー)。
(出所) DIR：第222回日本経済予測(改訂版)(2024年9月)
ESP：日本経済研究センター ESPフォーキャスト調査(2024年9月調査)
日銀：経済・物価情勢の展望(2024年7月)

<図表4>

一部自動車メーカーの問題による一時的な供給制約により、今年は成長が減速する見込みだが、所得から支出への循環が徐々に強まる中で、来年度以降は持ち直していくと見込まれる。これに伴い、2025~26年度にかけて消費者物価の基調的な上昇率は、2%の「物価安定目標」を概ね達成した水準に到達すると予想される。つまり、デフレ克服の金融政策については、mission completedということになる。

日銀は、こうした見通しの実現していくとすれば、それに応じて、「引き続き政策金利を引き上げていく」姿勢を維持している。8月初めに金融資本市場が変動したが、日本経済は、世界経済の失速等の外生要因によらない限り大きくは下振れないと見ている。国際金融市場は不確実性

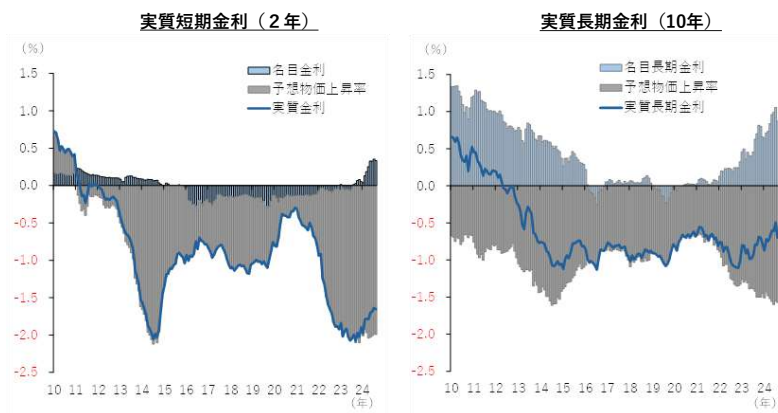
が高い下で暫く不安定な状態が続くかもしれないが、日本の株価は、企業収益が歴史的な高水準にあること等を勘案すると、大崩れする理由はないように思う。

図表5で名目金利から予想物価上昇率を差引いた、太実線で表した「実質金利」を見る。この实体经济にとって重要な指標は、左の短期でも右の長期でも、依然深いマイナス圏にあり、金融環境は依然緩和的だ。この先、政策金利をあと幾度か引上げても、その緩和的な状況は大きく変化しない。8月の市場変動は、「日銀の利上げのせいだ」との見方もあったようだが、緩和的な金融環境に市場変動を引き起こすほどの変化が生じているとは自分には思えない。したがって、日銀は、毎回の金融政策決定会合で景気・物価動向を点検しながら、淡々と利上げを続けていけばよいと思う。

実質金利の推移

図表5

実質金利 = 名目金利 - 予想物価上昇率



(注) 実質金利は、各年限の国債利回りから予想物価上昇率を差し引いて算出。
(出所) QUICK「QUICK月次調査<債券>」、Haver Analyticsより大和総研作成

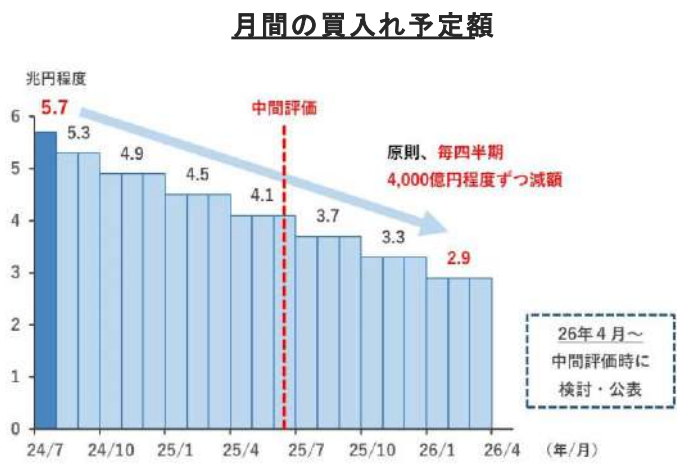
<図表5>

2.2 バランスシート縮小

次に、正常化の2つ目の柱であるバランスシート縮小は、日銀が保有する国債が満期償還を迎えることによって徐々に残高が縮小する。縮小のスピードは、償還額の一部を再投資、つまり新

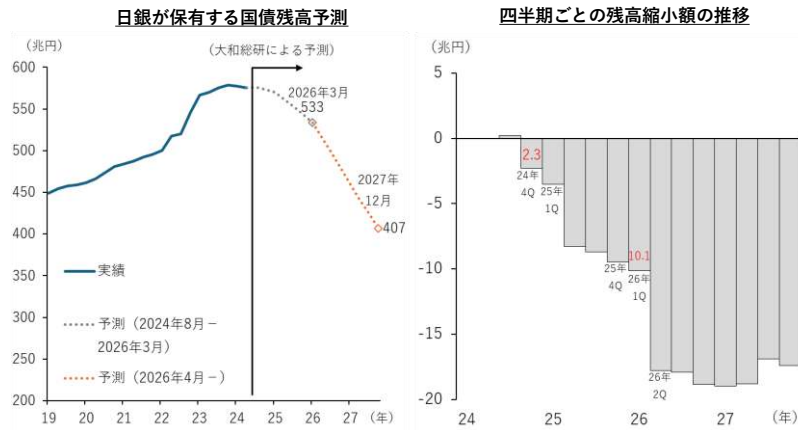
規買入に回すことによって調整できる。具体的な減額手法として日銀が7月に決定したのは、図表6に示すように、それまではフローベースで月間約6兆円としていた「長期国債買入予定額」を、原則として毎月4,000億円程度ずつ減額し、2026年1～3月に3兆円程度とする計画だ。

長期国債買入れの減額計画 図表6



＜図表6＞

図表7は、日銀が計画通り新規買入額を減らしていった場合のシミュレーションを示している。右側の四半期毎の残高縮小額の推移に示した通り、本年10～12月中は2.3兆円の縮小に止まるが、新規買入額に対して償還額が大きくなる来年以降はペースが速まり、残高縮小ペースは26年第一四半期には10兆円に加速する見通しになっている。



(注) 2026年3月までは2024年7月金融政策決定会合での決定に基づき、以降は新規買入を行わないと想定している。
(出所) 日本銀行より大和総研作成

< 図表 7 >

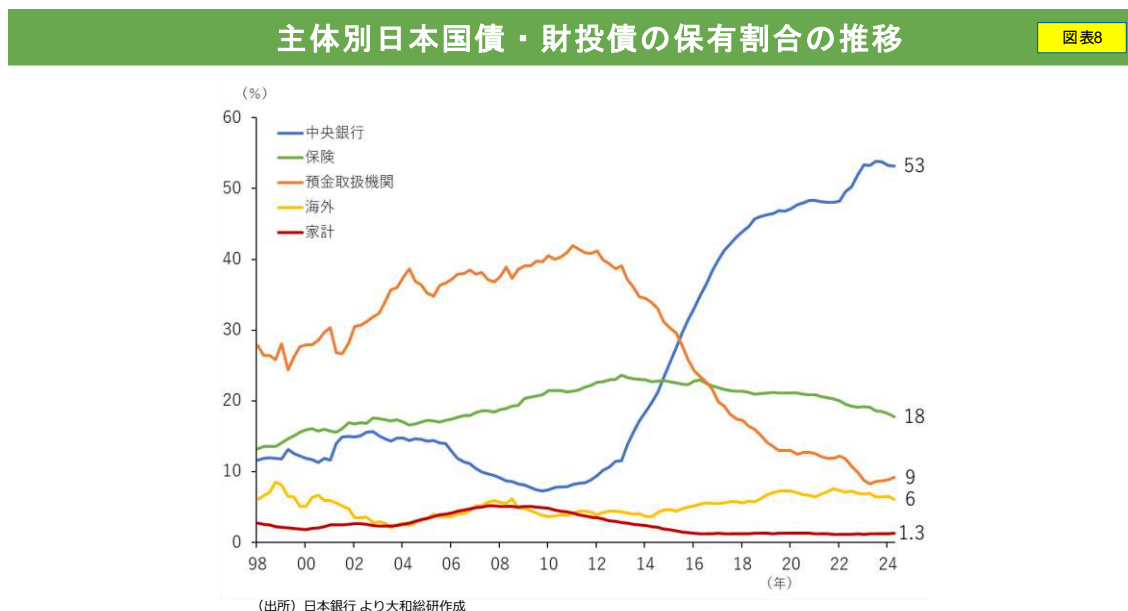
それでも、日銀が計画する国債保有残高の縮小ペースは、左のグラフに示すようにゆっくりで、2026年3月末でも530兆円と現在に比べ7.7%の減少に止まると推計される。仮にその後、新規買入額を停止するという、減額ペースを加速させる手法に切替えたとしても、2027年末の日銀の国債保有残高は約400兆円と依然巨額だ。このように、バランスシート縮小には長い時間がかかる。

2.3 長期金利への影響

以上のように、国債買入れの減額はゆっくりで、市場への影響も当面は小さいと考えられる。しかし、中長期的には長期金利への上昇圧力が増す。この先、日銀の国債保有残高が次第に減っていくと、長期金利には2つのチャンネルを通じて上昇圧力が働く。ひとつは、今は市場残高の半分もある日銀の国債保有比率が低下する(ストック)効果、もうひとつは、日銀に替わる国債の新しい買い手の登場。それが誰なのかについては、銀行等既存の国内投資家の引受余力は、

バーゼル金利規制もあって限られるので、勢い、海外投資家に依存せざるを得なくなるだろう。

海外投資家の国債保有比率は、現在は図表8に示すように6%と低いが、それが今後上昇する可能性がある。



<図表8>

海外投資家は、国内投資家よりも日本の財政バランスを厳しく評価している。図表9で見ると、海外格付け機関の日本国債の格付けが他の先進国の国債よりも低いのはそのためだ。海外投資家は低い信用を補うリスクプレミアムを要求するので、長期金利はその分高くなる。また、国債の発行量が増えるほど海外投資家への依存度が高まるので、上昇圧力が増す。

(参考)

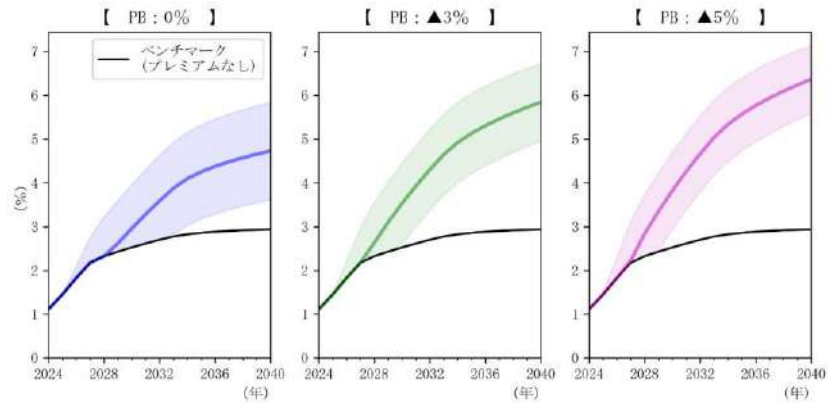
	S&P	フィッチ	ムーディーズ	JCR	R&I
ドイツ	AAA	AAA	Aaa	AAA	AAA
カナダ	AAA	AA+	Aaa	AAA	-
米国	AA+	AA+	Aaa	AAA	AAA
イギリス	AA	AA-	Aa3	AAA	AAA
フランス	AA-	AA-	Aaa	AAA	AAA
日本	A+	A	A1	AAA	AA+
イタリア	BBB	BBB	Baa3	A	BBB+

(注) ムディーズは米国の格付けの見通しをネガティブとしている。
(出所) Bloombergより大和総研作成

<図表9>

図表 10 は、国内投資家に一定の消化余力があることを前提に、これを超える部分は全て海外投資家が保有すると仮定して、長期金利がどの程度上昇するかをシミュレーションした結果。国債発行量については、財政健全化の度合いに応じてプライマリーバランスが、①2027 年度に均衡する、②マイナス 3%で横ばい、③マイナス 5%に悪化する、の 3 つのケースに分けて示した。

各グラフにおいて黒実線は、日銀の保有比率が低下することに伴うストック効果のみを考慮した長期金利見通しを示し、色付きの部分は、これに海外投資家が要求するプレミアムを上乗せしたものの。プレミアムについては国内投資家の消化余力の大きさに応じて幅を持たせバンドで表示している。



(注1) バンドの上限は銀行等の潜在需要が 20%発現する「国内消化余地：小」シナリオ、下限は同 100%発現する「国内消化余地：大」シナリオ、中央の実線は同 60%発現する「国内消化余地：中」シナリオにおける値。
 (注2) 被説明変数に 10年物国債利回り、説明変数には海外保有比率や短期金利、新コアコア CPI上昇率、米 10年物国債利回り、名目 GDP、潜在 GDP を用いて長期金利関数を複数推計し、各推計式におけるパラメーターの中央値 (0.07) を海外保有比率のパラメーターとして採用した。
 (出所) 日本銀行、財務省、総務省、内閣府、U.S. Department of the Treasury、Haver Analytics より大和総研作成

<図表 10>

試算結果を見比べると、一番右のグラフ、すなわち、プライマリーバランスがマイナス 5% まで悪化し、海外投資家への依存度が最も高いケースでは、長期気金利は 2040 年に 7% に達する結果となる。このような高い長期金利はサステナブル投資には逆風になる。これを防ぐためには、ゆっくりとした金融正常化から生じる時間的猶予を活用して財政を再建し、国債の増発を抑制することが、どうしても必要となる。「持続可能な財政構造の確立」は、サステナブル投資の必要条件として石破新政権にとって極めて重要な政策課題と言える。また、新たな国債の買い手を見出す観点からは、現在は前掲図表 8 で見たように保有比率が 1% と低い家計の投資対象として適した商品、例えば現代版「中国ファンド」の設計・提供の検討も必要だろう。

3 東京の金融センターとしての取組

3.1 資産運用特区

以下では、インベストメントチェーンとサステナブル投資を活性化させるために東京国際金

融センター構想に盛り込まれた取組みを2点紹介する。まず、インベストメントチェーン活性化に関しては、「資産運用特区」がある。これは、昨年末に官邸が主導して策定した「資産運用立国実現プラン」を受けたものだ。私も作業部会に委員として策定作業に参画したこのプランの下で多くの取組みが進行中である。

そのひとつが、8月28日に公表された「アセットオーナープリンシプル」だ。これは、アセットオーナーに求められる、受益者の最善の利益を勘案して、その資産を運用する責任（fiduciary duty）を実現する上で必要になる共通の原則を定めたもの。図表11に、提示された5原則を並べた。それぞれ重要だが、特に「原則4」に謳われた「運用の見える化」は、様々な専門家による運用パフォーマンスの比較・分析を可能とするので、健全な競争メカニズムを通じて受益者の最善の利益に寄与すると評価している。

アセットオーナープリンシプルの概要 図表11

アセットオーナーに求められる、受益者等の最善の利益を勘案して、その資産を運用する責任（フィデューシャリー・デューティー）を実現する上で必要となる共通の原則。

アセットオーナーの範囲は、公的年金、共済組合、企業年金、保険会社、大学ファンドのほか、例えば資産運用を行う学校法人など幅広く、その規模や運用資金の性格等は様々。

経 緯：2024年3月～6月に、新しい資本主義実現会議の下、「アセットオーナー・プリンシプル」に関する作業部会において議論を行い、2024年6月よりパブリックコメントを実施し、8月28日に公表。

枠組み：プリンシプルの受入れは任意。「コンプライアンス・エクスペレイン」（原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明する）の手法を取る。プリンシプル受入れ時は、所管官庁に表明し、内閣官房において受入状況を一元化して公表。

<原則1> アセットオーナーは、受益者等の最善の利益を勘案し、何のために運用を行うのかという運用目的を定め、適切な手続きに基づく意思決定の下、経済・金融環境等を踏まえつつ、運用目的に合った運用目標及び運用方針を定めるべき。また、これらは状況変化に応じて適切に見直すべき。

<原則2> 受益者等の最善の利益を追求する上では、アセットオーナーにおいて専門的知見に基づいて行動することが求められる。そこで、アセットオーナーは、原則1の運用目標・運用方針に照らして必要な人材確保などの体制整備を行い、その体制を適切に機能させるとともに、知見の補充・充実のために必要な場合には、外部知見の活用や外部委託を検討すべき。

<原則3> アセットオーナーは、運用目標の実現のため、運用方針に基づき、自己又は第三者ではなく受益者等の利益の観点から運用方法の選択を適切に行うほか、投資先の分散をはじめとするリスク管理を適切に行うべき。特に、運用を金融機関等に委託する場合は、利益相反を適切に管理しつつ最適な運用委託先を決定するとともに、定期的な見直しを行うべき。

<原則4> アセットオーナーは、ステークホルダーへの説明責任を果たすため、運用状況についての情報提供（「見える化」）を行い、ステークホルダーとの対話に役立てるべき。

<原則5> アセットオーナーは、受益者等のために運用目標の実現を図るに当たり、自ら又は運用委託先の行動を通じてステークホルダーシップ活動を実施するなど、投資先企業の持続的成長に資するよう必要な工夫をすべき。

(出所) 内閣官房・金融庁「資料 2 資産運用立国の取組について」資産運用立国と日本金融市場の魅力向上に関する会合（2024年8月28日）

<図表11>

本プリンシプルが対象としているアセットオーナーの範囲は、公的年金、企業年金、保険会社、大学ファンドのほか、資産運用を行う学校法人など幅広い。プリンシプルの受入れは任意で

あるが、「comply or explain」の手法が取られる。受入れるアセットオーナーは、その旨を表明し内閣官房が受入れ状況を一覧化して公表する予定と聞いている。これまで、大学ファンドやGPIF、国家公務員共済組合連合会（KKR）、地方公務員共済組合連合会が受け入れを表明済み。厚労省は企業年金にもプリンシプルを周知し受入れを促していく、としているので、今後より幅広いアセットオーナーによる原則の受入れが進むことを期待している。

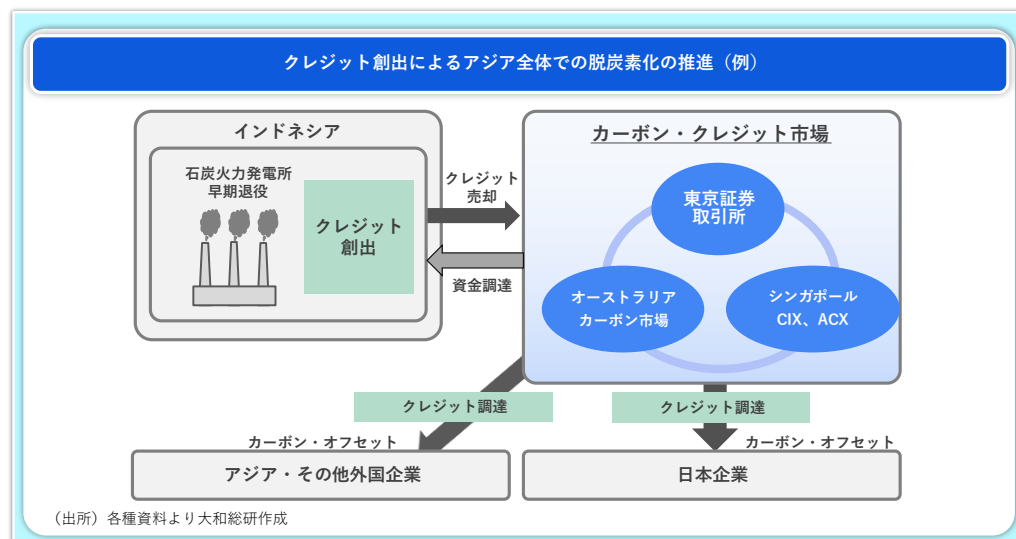
8月28日のプリンシプル公表直前に官邸で開催された会合には私も出席したが、岸田総理からは、資産運用立国実現に向けて、「今後とも継続的かつ強力に改革を実行して欲しい」との発言があった。関係省庁トップや民間有識者を前に発せられた総理のメッセージは、「政権トップが交替しても、モメンタムが失われてはならない」、との趣旨だったと受け止めた。石破新総理も、記者会見等で「資産運用立国に向けた政策を着実に引き継ぐ」との趣旨の発言を重ねており、改革は新政権下でも推進されると確信している。

国の資産運用立国構想の下で、本年6月、東京都は「資産運用特区」に選定された。これを受けて公表された資産運用業者の支援パッケージには、英語のみで行政対応が完結する体制の整備や、資産運用業者に対する創業資金の補助等、実践的な支援策が含まれる。このほか、国が推進する規制緩和を積極的に特区構想に取込むことも有効だろう。例えば、今年5月に改正された金商法により、従来は自社で専任者を雇う必要があったコンプライアンスオフィサーや会計といったミドル・バックオフィス業務を外部委託できるようになった。特に新興の資産運用業者にとっては、これにより事実上の参入障壁が取り除かれる意義は大きく、東京特区構想でも資産運用業者誘致策の要として活用していくことが適当と考える。

3.2 相互運用可能なカーボンクレジット市場

最後に、「サステナブル投資」促進の観点から取組んでいるのが「アジアにおける相互運用可能なカーボンクレジット市場」の構築だ。図表 12 は構想の概念図である。事例としてインドネシア石炭火力発電所を早期退役させたケースを示す。投資資金を回収し LNG や水素・アンモニア混焼など CO2 排出量の少ない発電方式に転換するためには巨額の資金を要する。そこで、早期退役によって削減される排出量の一部をカーボンクレジットとして同国内だけでなく、日本を含めたアジアの各市場で売ることができれば、これによってコストを回収し新たなサステナブル投資に振向けることができる。一方、クレジットを購入した日本や他国の企業は、CO2 をオフセットし、ネットゼロ化を進めることができる。このように、相互運用可能なカーボンクレジット市場は、アジア全体の脱炭素化を加速する効果があると考えられる。

相互運用可能なカーボンクレジット市場のPathfinder Initiative構想 図表12



13

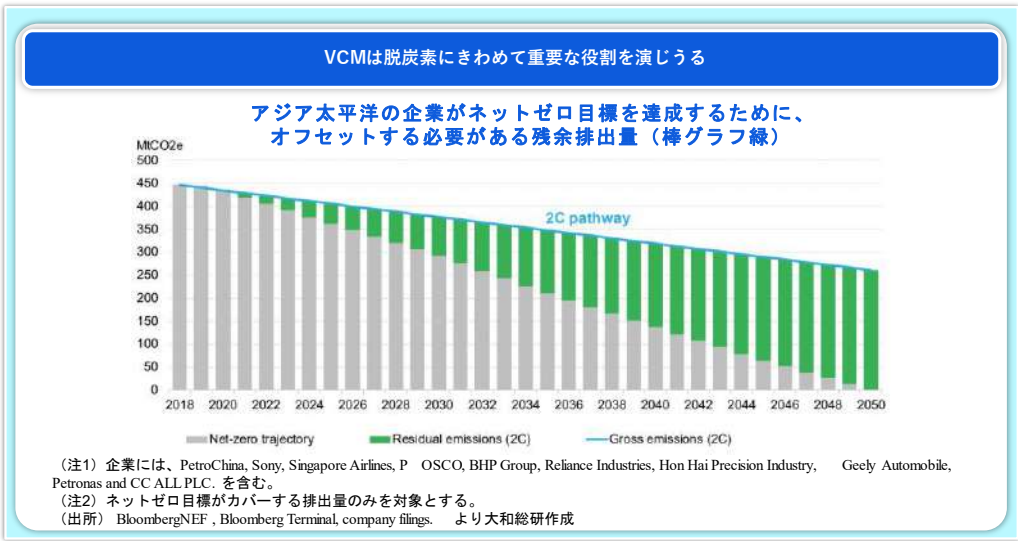
<図表 12>

カーボンクレジットには、削減義務を伴う「コンプライアンス型」と自主的取組の「ボランティア型」があるが、国際取引を拡大する第一歩として、ボランティアカーボンクレジットマーケ

ット（Voluntary Carbon Market、VCM）の国際ネットワークの構築を目指すことが適切と考える。

マクロ的にも合理性がある。図表 13 は、アジア太平洋地域所在のサンプル大企業の 2050 年までの排出量見通しの推移を表す。青実線が、気温上昇を 2 度に抑える場合の総排出量。灰色の棒グラフが、パリ協定前提の 1.5°C に抑え 2050 年ネットゼロを達成する場合の排出量。両者の差分に当たる緑色の棒グラフが、ネットゼロ達成のため、企業がカーボンクレジットを購入してオフセットしなければならない排出量を表す。このグラフから、カーボンクレジットに対する膨大な潜在需要が存在することがわかる。

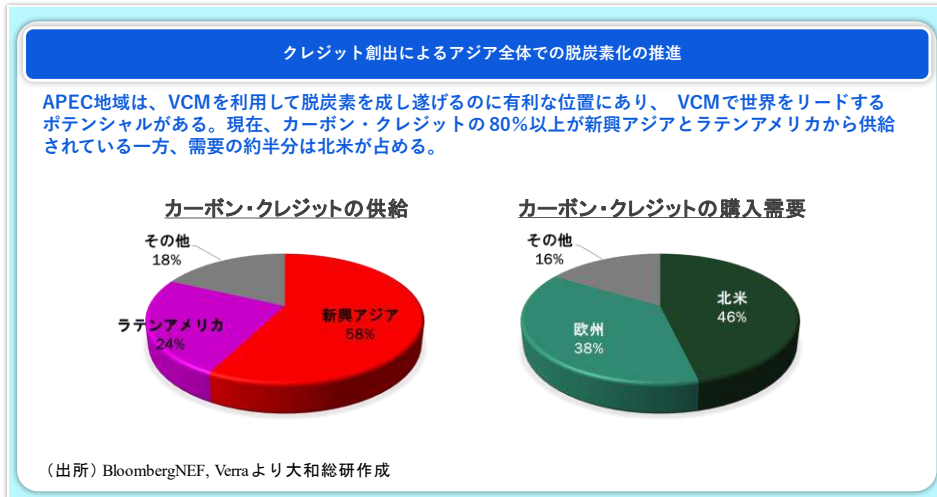
相互運用可能なVCMの構築(1) 図表13



14

＜図表 13＞

さらに図表 14 の左図が示すように、世界全体のカーボンクレジットの約 8 割はアジア太平洋地域の途上国が供給する一方、右図から需要のおよそ半分は北米など同地域の先進国企業が占めることが見て取れる。このことから、アジア太平洋地域では相互運用可能とすることで需給をマッチさせ脱炭素化を加速する効果が他地域よりも高いと考えられる。



15

<図表 14>

4 結語

以上、サステナブル投資とインベストメントチェーンの活性化のための必要条件として日本国債の価値安定を含む金融市場の重要性と、東京国際金融センターが進める2つの具体的取組をお話しした。金融センター構想に底流している私たちの思想は、アジアに跨るサプライチェーンに支えられている、という意味で、アジアあつての日本経済の特性を踏まえ、アジア全体の持続的成長や脱炭素等の共通課題の達成を金融面から支援することである。

この点を重ねて強調するとともに、その実現に向けて皆様と協働していく決意を述べて、本日の私の話を終える。ご清聴に感謝する。